

Dr. Benedikt Weiser, LL.M. (Eur.), RA, und Jin-Hyuk Jang, RA

Die nationale Umsetzung der AIFM-Richtlinie und ihre Auswirkungen auf die Fondsbranche in Deutschland

Mit der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Directive on Alternative Investment Fund Managers – AIFM-RL) unterwirft die Europäische Union (EU) die gesamte Fondsbranche über alle Marktsegmente hinweg einer harmonisierten Regulierung und Aufsicht. Von den Regelungen der AIFM-RL nicht erfasst sind lediglich Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW). Im Ergebnis werden Fonds einheitlich reguliert, die sich bislang jeweils als eigene Branche verstanden haben und unter verschiedenen regulatorischen und steuerlichen Rahmenbedingungen aufgelegt und vertrieben wurden. Die Umsetzung der AIFM-RL in Deutschland birgt daher Konfliktpotentiale mit den bestehenden Regularien.

I. Einführung

Am 11.11.2010 hat das Europäische Parlament die AIFM-RL¹ angenommen. Die Zustimmung des Rates steht noch aus. Die AIFM-RL tritt 20 Tage nach ihrer Veröffentlichung im EU-Amtsblatt in Kraft. Derzeit geht die Kommission von einem Inkrafttreten nicht vor Juni 2011 aus.² Die Mitgliedstaaten haben anschließend zwei Jahre Zeit, die AIFM-RL in nationales Recht umzusetzen. Daneben wird die Kommission unter Mitwirkung der ESMA Level-II Maßnahmen erlassen.³

1. Regelungsgegenstand der AIFM-RL

Mit der AIFM-RL werden gemäß Art. 1 AIFM-RL⁴ Vorschriften für die Zulassung, laufende Tätigkeit und Transparenz der Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) festgelegt, die alternative Investmentfonds (AIF) in der EU verwalten und/oder vertreiben. Die AIFM-RL definiert AIFM in Art. 3 Abs. 1 lit. c) AIFM-RL als jede juristische Person (*legal person*),⁵ deren reguläre Geschäftstätigkeit darin besteht, AIF zu verwalten.

Die AIFM-RL gilt gemäß Art. 2 Abs. 1 AIFM-RL für alle

- EU-AIFM,
- Nicht-EU-AIFM, die einen EU-AIF verwalten,
- Nicht-EU-AIFM, die einen EU-AIF oder Nicht-EU-AIF innerhalb der EU vertreiben.

Als AIF gilt gemäß Art. 3 Abs. 1 lit. b) AIFM-RL jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich etwaiger Teilfonds, der (i) von einer Gruppe von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen der betreffenden Anleger zu investieren und (ii) nicht als OGAW im Sinne der OGAW-IV-Richtlinie⁶ (OGAW-IV-RL) qualifiziert.

Die AIFM-RL regelt (i) die Verwaltung von AIF und (ii) den Vertrieb von Anteilen an AIF in der EU.

Der Anwendungsbereich der AIFM-RL ist unabhängig von den jeweiligen Assetklassen, in die ein Fonds investiert. Die Namensgebung der

AIFM-RL ist insoweit irreführend und nur aus ihrer Entstehungsgeschichte heraus zu verstehen.⁷ Ursprünglich sollten Hedgefonds und später auch Private Equity-Fonds reguliert werden. Allerdings wurde zu keinem Zeitpunkt versucht, Hedgefonds oder Private Equity-Fonds zu definieren und den Anwendungsbereich der AIFM-RL entsprechend einzuschränken. Von dem ursprünglich gezielten Regulierungsansatz sind in der AIFM-RL allein die Bestimmungen zum Einsatz von Fremdkapital (gemünzt auf Hedgefonds) und zum Erwerb von wesentlichen Beteiligungen an bestimmten nicht börsennotierten Unternehmen (gemünzt auf Private Equity-Fonds) übrig geblieben.⁸ Auch Diversifizierungsbestimmungen und die Festlegung zulässiger Anlagegegenstände, die allgemein als Kernstück des Anlegerschutzes im Investmentgesetz (InvG) angesehen werden, sieht die AIFM-RL, außer für bestimmte Verbriefungspositionen,⁹ nicht vor.

Als AIF gilt grundsätzlich jedes Vehikel für gemeinsame Anlagen, das kein OGAW ist (vorbehaltlich bestimmter Ausnahmen).

Für die Praxis besonders bedeutsam sind die Ausnahmen für

- Holdinggesellschaften,
- Arbeitnehmerbeteiligungssysteme,
- Verbriefungszweckgesellschaften,
- Family Offices.¹⁰

Während Managed Accounts regelmäßig nicht unter die AIFM-RL fallen, findet die AIFM-RL wohl auf Spezialfonds und Ein-Anleger-Fonds Anwendung, soweit Investitionen mehrerer Anleger in diesen Strukturen zumindest möglich sind.

1 Richtlinie 2010/.../EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom ... über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010.

2 Schreiben der EU-Kommission an die European Securities and Markets Authority (ESMA) vom 21.2.2011, Ref. Ares(2011)189364-21/02/2011.

3 Siehe Auflistung der Level II-Maßnahmen in Erwägungsgrund (27) AIFM-RL und ein Diskussionspapier der ESMA für Durchführungsbestimmungen zur AIFM-RL vom 15.4.2011.

4 Die hier verwandte Nummerierung der Artikel und Erwägungsgründe der AIFM-RL entspricht derjenigen des konsolidierten Textes der AIFM-RL vom 11.11.2010.

5 Die Übersetzung des Begriffs „*legal person*“ aus der englischen Fassung der AIFM-RL ist nicht abschließend geklärt; zur deutschen Übersetzung werden derzeit Stellungnahmen der Verbände eingeholt. Im Wesentlichen geht es um die Frage, ob nur juristische Personen oder aber auch Personengesellschaften als AIFM zugelassen werden können. Im Entwurf der AIFM-RL vom 30.4.2009 wurde ein AIFM in Art. 3 lit. a) als jede juristische oder natürliche Person definiert.

6 Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13.7.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren. Zur Umsetzung der OGAW-IV-RL siehe den Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren vom 24.1.2011 (OGAW-IV-UmsG).

7 Vgl. Bericht des Europäischen Parlaments mit Empfehlungen an die Kommission zur Transparenz institutioneller Investoren (2007/2239(INI)) vom 9.7.2008, A6-0296/2008 (Lehne-Bericht), und Bericht des Europäischen Parlaments mit Empfehlungen an die Kommission zu Hedgefonds und Private Equity (2007/2238(INI)) vom 11.9.2008, A6-0338/2008 (Rasmussen-Bericht), die auf eine Erhöhung der Finanzstabilität und Transparenz alternativer Anlageinstrumente sowie auf die Verhinderung von Asset Stripping bei Private Equity abzielen.

8 Siehe Ziff. II.5 und II.8.

9 Art. 13 AIFM-RL.

10 Erwägungsgrund (7c) AIFM-RL.

Managed Accounts könnten somit unter bestimmten Bedingungen eine Alternative zu Ein-Anleger-Fonds darstellen.

Schließlich bestehen weitreichende Ausnahmen von den Bestimmungen der AIFM-RL für AIFM, die ein AIF-Portfolio verwalten, (i) dessen Vermögenswerte, einschließlich der über Leverage erworbenen Vermögenswerte, insgesamt Euro 100 Mio. nicht überschreiten oder (ii) dessen Vermögenswerte insgesamt Euro 500 Mio. nicht überschreiten, sofern die jeweiligen AIF kein Leverage einsetzen und für die Dauer von fünf Jahren ab der Erstinvestition kein Rückgaberecht gewähren. Dafür kommen diese AIFM auch nicht in den Genuss der im Rahmen der AIFM-RL gewährten Rechte, wie etwa hinsichtlich des EU-Passes. Insoweit sieht Art. 2a Abs. 4 AIFM-RL eine „opt-in“-Regelung vor, nach der sich diese AIFM freiwillig der gesamten AIFM-RL mit allen Rechten und Pflichten unterwerfen können.

2. Regulatorische Neuordnung der Fondsbranche in Deutschland

Auf europäischer Ebene besteht zukünftig ein zweigleisiges Regulierungssystem für die Fondsbranche: Zum einen die Regulierung von OGAW und ihren Verwaltungsgesellschaften durch die OGAW-IV-RL, zum anderen die Regulierung von AIFM durch die AIFM-RL.¹¹

Auf nationaler Ebene werden durch die AIFM-RL Produktgruppen miteinander verklammert, die zuvor als wirtschaftlich völlig unverwandelt angesehen wurden und rechtlich wie steuerlich völlig verschiedenen Regelungsregimen unterlagen. Ein einheitlicher Regulierungsansatz für alle Fonds fehlt bisher in Deutschland.

Eine der zentralen Herausforderungen bei der Umsetzung der AIFM-RL besteht in der Integration der Regelungen der AIFM-RL in das bestehende zersplitterte deutsche Regelungsregime.

Wie die Umsetzung der AIFM-RL in das deutsche Recht erfolgen wird, ist bislang noch offen.¹² Derzeit wird eine Ergänzung des InvG oder des Kreditwesengesetzes (KWG) diskutiert, da in diesen beiden Gesetzen bereits Vorschriften hinsichtlich der Regulierung bestimmter Vermögensverwalter kodifiziert sind (InvG: Kapitalanlagegesellschaften (KAGs) und Investmentaktiengesellschaften (InvAG); KWG: Finanzdienstleistungsinstitute). Denkbar ist auch die Umsetzung der AIFM-RL in einem gesonderten „AIFM-Gesetz“. Jedenfalls wird es in einer Reihe von Gesetzen Anpassungsbedarf geben. Ob der Hauptteil der AIFM-RL in ein bestehendes Gesetz integriert oder über ein eigenständiges neues Gesetz umgesetzt werden soll, dürfte als bloßer redaktioneller Gesichtspunkt hinter die inhaltlichen Aspekte der Umsetzung zurücktreten. In der Diskussion der Umsetzungsmöglichkeiten soll für die Zwecke dieses Beitrags bei der Darstellung des bestehenden Regelungsregimes, soweit es sich mit dem Anwendungsbereich der AIFM-RL überschneidet, stark vereinfachend vorgegangen werden.

Ein besonders stark reguliertes Segment der Fondslandschaft stellt der Regelungsbereich des InvG dar. Hierzu zählen die deutschen Publikumsfonds und die deutschen Spezialfonds.¹³ In den Regelungsbereich des InvG fällt aber auch der öffentliche Vertrieb von ausländischen Investmentanteilen sowie der öffentliche und nicht öffentliche Vertrieb von ausländischen Investmentanteilen mit zusätzlichen Risiken (Hedgofonds) im Sinne des § 112 InvG.¹⁴

Nicht in den Anwendungsbereich des InvG fällt das Segment des so genannten Grauen Kapitalmarkts. Im internationalen Vergleich ist der Graue Kapitalmarkt in Deutschland nur wenig reguliert. In dieses Segment fallen insbesondere die institutionellen geschlossenen Pri-

vate Equity- und Immobilienfonds sowie die Publikums-Kommanditgesellschaften.¹⁵ Mit dem Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) und dem Wagniskapitalbeteiligungsgesetz (WKBG) existieren zwei Regelwerke, aufgrund derer sich Private Equity- und Venture Capital-Fonds auf freiwilliger Basis einer Regulierung unterwerfen können. Unter Inkaufnahme bestimmter Beschränkungen ihrer Anlagepolitik zum Zwecke des Anlegerschutzes können diese Fonds gewisse steuerliche Vergünstigungen erlangen. Es handelt sich hierbei also nicht um eine umfassende oder zwingende Regulierung für bestimmte kollektive Anlageformen, sondern vielmehr um einen Steuerstatus vergleichbar etwa der luxemburgischen SICAR.¹⁶ Wegen beihilferechtlicher Bedenken der EU-Kommission sind die steuerlichen Regelungen des WKBG noch nicht in Kraft getreten. Die Bundesregierung beabsichtigt, dieses Thema nach Verabschiedung der AIFM-RL wieder aufzugreifen.¹⁷

Außerhalb des Anwendungsbereichs des InvG können Fonds weitgehend unreguliert aufgelegt werden. Zu beachten sind im Wesentlichen nur die Prospektspflichten gemäß dem Wertpapier-Verkaufprospektgesetz (VerkaufprospektG) bzw. Wertpapierprospektgesetz mit jeweils weitreichenden Ausnahmen für den institutionellen Bereich sowie bestimmte Tatbestände erlaubnispflichtiger Finanzdienstleistungen nach dem KWG.¹⁸ Nicht in den Anwendungsbereich des InvG fällt schließlich auch die Privatplatzierung von Anteilen an ausländischen Fonds und von ausländischen Investmentanteilen im Sinne des InvG.

Die Bundesregierung hat am 6.4.2011 einen Entwurf für ein Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts (RegE-FinAnVerm- u. VermAnlG) beschlossen. Mit diesem Gesetz soll die derzeit angeblich bestehende Regulierungslücke im Graumarktbereich geschlossen und dieser Markt effizienter reguliert und beaufsichtigt werden. Es wird unter anderem vorgesehen, den Begriff des Finanzinstruments im Sinne der § 1 Abs. 11 S. 1 KWG und § 2 Abs. 2b Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) insbesondere um Anteile an geschlossenen Fonds zu erweitern. Dies hätte zur Folge, dass in Zukunft auch bestimmte Dienstleistungen im Zusammenhang mit Anteilen an geschlossenen Fonds erlaubnispflichtig nach dem KWG wären. Zwar nimmt der RegE-FinAnVerm- u. VermAnlG für sich in Anspruch, bereits Vorgaben der AIFM-RL zu berücksichtigen,¹⁹ doch lässt sich kein systematischer Anknüpfungspunkt an die AIFM-RL erkennen.

11 Diese Zweigleisigkeit der Regulierung wird in den Erwägungsgründen der AIFM-RL klar zum Ausdruck gebracht: Gemäß Erwägungsgrund (3) AIFM-RL sollte eine Zulassung im Rahmen der AIFM-RL AIFM nicht dazu berechtigen, OGAW i. S. d. OGAW-IV-RL zu verwalten; gemäß Erwägungsgrund (10m) AIFM-RL sollte einem externen AIFM die Verwaltung von OGAW aufgrund einer Zulassung gemäß der OGAW-IV-RL gestattet sein.

12 Stoschek, Die neue EU-Richtlinie für die Manager von Immobilienfonds, in: Schumacher/Pfeffer/Bäumer, Praxishandbuch Immobilien-Fondsmanagement und -Investment, 2011, 563, 573; Wallach, RdF 2011, 80, 89.

13 Mitarbeiterbeteiligungs-Sondervermögen gemäß §§ 90I-90r InvG dürften unter die Ausnahme des Art. 2 Abs. 2 lit. f) AIFM-RL fallen.

14 § 1 InvG; Rundschreiben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 14/2008 (WA) zum Anwendungsbereich des Investmentgesetzes nach § 1 S. 1 Nr. 3 InvG, Ziff. III.; BaFin Fragenkatalog zum Anwendungsbereich des Investmentgesetzes nach § 1 S. 1 Nr. 3 InvG und zum Rundschreiben 14/2008 (WA).

15 Beschreibung des Marktes für geschlossene institutionelle Fonds bei Weiser, Zeiten des Umbruchs – das regulatorische Umfeld für geschlossene Fonds in Deutschland, in: Grieser/Heemann, Bankaufsichtsrecht, Frankfurt 2010, 727 ff.

16 Investmentgesellschaft zur Anlage in Risikokapital (Société d'Investissement en Capital à Risque – SICAR) gemäß dem luxemburgischen Gesetz vom 15.6.2004.

17 BT-Drucks. 17/2635 – Antwort der Bundesregierung auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Andrea Wicklein, Willi Brase, Doris Barnett, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der SPD vom 23.6.2010.

18 Siehe Ziff. II.1.b) und II.6.

19 Siehe Begründung zum RegE-FinAnVerm- u. VermAnlG, S. 50.

II. Die Regelungsbereiche der AIFM-RL

Die Umsetzung der AIFM-RL in deutsches Recht stellt eine Herkulesaufgabe dar, die es erforderlich machen wird, nicht nur neue Regularien zu schaffen, sondern auch bestehende neu zu strukturieren.

Eine unschlüssige und in sich widersprüchliche Umsetzung der AIFM-RL, selbst wenn es um Detailfragen geht, wäre ein gravierender Wettbewerbsnachteil für die deutsche Fondsindustrie. Umgekehrt würde eine gelungene Umsetzung der AIFM-RL die einmalige Chance bieten, Boden gegenüber innovativeren und flexibleren Fondsstandorten in der EU, wie Luxemburg, Irland oder Malta, gutzumachen.

Eine unschlüssige Umsetzung könnte erhebliche Irritationen in der Branche auslösen.

Die Darstellung der möglichen Wechselwirkungen soll hierbei anhand der folgenden acht zentralen Regelungsbereiche der AIFM-RL erfolgen:

Zulassung	Verhaltensregeln und operative Anforderungen	Organisatorische Anforderungen	Verwahrstelle
Transparenzanforderungen	Vertriebsvorschriften	Drittländerregelungen	Regulierung der Investitionstätigkeit

Für Zwecke dieses Beitrags werden die Bestimmungen der AIFM-RL sowie die Bestimmungen des InvG stark vereinfacht dargestellt, wobei insbesondere regelmäßig nicht auf Besonderheiten bei der InvAG eingegangen wird.

Im Hinblick auf den Anwendungsbereich der AIFM-RL und des InvG ist zu unterscheiden zwischen

- KAGs, die Richtlinienkonforme Sondervermögen (OGAW) verwalten, als „OGAW-KAGs“,
- KAGs, die nicht-richtlinienkonforme Sondervermögen (InvG-AIF) verwalten, als „AIF-KAGs“,
- Verwalter, die AIF außerhalb des InvG verwalten, die unter die AIFM-RL fallen, als „AIF-Verwalter“.

Diese Untergliederung soll die nachstehende Tabelle verdeutlichen:

Verwalter	OGAW-KAG	AIF-KAG	AIF-Verwalter
Europäische Regulierung	OGAW-IV-RL	AIFM-RL	
Deutsche Regulierung	InvG		KWG (außerhalb des InvG)

1. Zulassung

a) AIFM und KAG

Die Zulassungsanforderungen an AIFM und KAGs sind vergleichbar. Es bestehen aber Unterschiede im Detail.

Beispielsweise beträgt das Mindestkapital für AIFM Euro 300 000 für einen intern verwalteten AIF und Euro 125 000 für einen extern bestellten AIFM. Das InvG setzt unabhängig von interner (durch eine InvAG) oder externer Verwaltung (durch eine KAG) ein Mindestkapital von Euro 300 000 voraus. Darüber hinaus fordert die AIFM-RL zusätzliche Eigenmittel in Höhe von 0,02% des Betrags, um den der Wert des Portfolios Euro 250 Mio. übersteigt, nicht jedoch mehr als Euro 10 Mio. für die Gesamtsumme des Mindestkapitals und der zusätzlichen Eigenmittel. Nach dem InvG werden zusätzliche Eigenmittel entsprechend ab einem Wert des Portfolios von Euro 1,125 Mrd. verlangt. Auch hier besteht eine Grenze von Euro 10 Mio.

Eine KAG darf nur in der Rechtsform der AG oder der GmbH betrieben werden. Bei einem AIFM muss es gemäß Art. 3 Abs. 1 lit. c) AIFM-RL eine „legal person“ sein.²⁰

Die Anteilseigner des AIFM mit einer qualifizierten Beteiligung (mindestens 10% des Kapitals oder der Stimmrechte)²¹ müssen gemäß Art. 6 Abs. 1 lit. d) AIFM-RL der Notwendigkeit, die solide und umsichtige Führung des AIFM zu gewährleisten, in geeigneter Weise Rechnung tragen. Diese Vorschrift findet in dem InvG keine Entsprechung.

Mit Blick auf den europäischen Wettbewerb erscheint es wenig sinnvoll, das Regulierungsniveau im Rahmen der Umsetzung der AIFM-RL einheitlich auf die jeweils höheren Anforderungen der AIFM-RL bzw. des InvG heraufzusetzen, so dass einerseits OGAW-KAGs auch den Anforderungen der AIFM-RL und AIFM den Anforderungen des InvG unterworfen werden. Vorzugswürdig und unumgänglich erscheint hier ein zweigleisiges Zulassungsregime mit unterschiedlichen Anforderungen an AIFM und OGAW-KAGs.

Eine Kumulierung der Zulassungsanforderungen würde deutsche AIFM im europäischen Wettbewerb benachteiligen.

b) AIFM und Finanzdienstleistungsinstitute

Die Erbringung von bestimmten Finanzdienstleistungen in Deutschland ist erlaubnispflichtig nach § 32 Abs. 1 KWG. Gemäß § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 5a KWG gelten KAGs nicht als Finanzdienstleistungsinstitute im Sinne des KWG und sind so von der Erlaubnispflicht ausgenommen. Gemäß § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 5b KWG sind zudem ausländische Investmentgesellschaften, soweit sie ausländische Investmentanteile im Sinne des § 2 Abs. 9 InvG ausgeben, nicht als Finanzdienstleistungsinstitute erlaubnispflichtig.

Die Verwirklichung des Tatbestands der Finanzportfolioverwaltung gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 3 KWG oder des Finanzkommissionsgeschäfts gemäß § 1 Abs. 1 Nr. 4 KWG (ein Bankgeschäft) kommt durch einen AIF-Verwalter in einem selbstverwalteten AIF, z. B. in der Rechtsform einer Kommanditgesellschaft, grundsätzlich nicht in Betracht, da keine Dienstleistung für Dritte vorliegt.²²

Der Tatbestand im KWG, der ausdrücklich auf die Fondsverwaltung zugeschnitten ist, ist die Anlageverwaltung gemäß § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 11 KWG. Hierunter wird die Anschaffung und Veräußerung von Finanzinstrumenten für eine Gemeinschaft von Anlegern, die natürliche Personen sind, verstanden.²³ Es handelt sich hierbei jedoch um die Regulierung eines Spezialbereichs (Wertpapierpublikumsfonds). Viele Fonds des Grauen Kapitalmarktes investieren dagegen nicht in Finanzinstrumente (z. B. Private Equity, Immobilien, Infrastruktur, Schiffe und Einzelprojekte oder -objekte) und lösen derzeit nicht den Tatbestand der Anlageverwaltung aus.

Mit der geplanten Erweiterung des Begriffs der Finanzinstrumente im Rahmen des RegE-FinAnlVerm- u. VermAnlG²⁴ ist der Gesetzgeber dabei, die AIFM-RL rechts zu überholen und eine unnötige Doppelregulierung zu erzeugen. Nach dem RegE-FinAnlVerm- u. VermAnlG soll der Begriff des Finanzinstruments im Sinne von § 1 Abs. 11 S. 1 KWG um Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 eines neuen Vermögensanlagengesetzes (VermAnlG) erweitert werden.²⁵ Da insbe-

20 Siehe Fn. 5.

21 Art. 3 Abs. 1 lit. a) AIFM-RL.

22 BVerwG-Urteil v. 27.2.2008, Az. 6 C 11/07 und 12/07, WM 2008, 1359, in welchem entgegen der von der BaFin bis zu dieser Entscheidung vertretenen Auffassung, die meisten kollektiven Anlagemodelle durch die Vorschriften des KWG zu erfassen, die betreffenden Geschäftsmodelle nicht als Finanzkommissionsgeschäft eingestuft wurden. Dieses Urteil initiierte die Einführung des Tatbestands der Anlageverwaltung gemäß § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 11 KWG.

23 Siehe hierzu Klebeck/Kolbe, ZIP 2010, 215 ff.; von Livonius/Bernau, WM 2009, 1216 ff.; Volhard/Wilkens, Änderung des KWG: Anlageverwaltung, in: Grieser/Heemann, Bankaufsichtsrecht, Frankfurt 2010, 705 ff.

24 Vgl. dazu Bruchwitz/Voß, BB 2011, 1226 (in diesem Heft).

25 Mit Ausnahme von Genossenschaftsanteilen; RegE-FinAnlVerm- u. VermAnlG, Art. 4, S. 26.

sondere Anteile an geschlossenen Fonds als Vermögensanlagen in diesem Sinne gelten würden, würden diese Fondsanteile künftig auch als Finanzinstrumente im Sinne des KWG behandelt werden und folglich die Verwaltung von Private Equity- und Immobilien-Dachfonds für natürliche Personen als Anleger Anlageverwaltung im Sinne von § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 11 KWG darstellen. Ausnahmen sind für die Anlageberatung und die Anlage- und Abschlussvermittlung zwischen Kunden und Emittenten von Vermögensanlagen vorgesehen, die nach dem VermAnlG öffentlich angeboten werden dürfen.²⁶

Durch den RegE-FinAnlVerm- u. VermAnlG würde der Anwendungsbereich von verschiedenen erlaubnispflichtigen Finanzdienstleistungstatbeständen erweitert.

Der Tatbestand der erlaubnispflichtigen Anlageverwaltung im Sinne des § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 11 KWG dürfte mit Umsetzung der AIFM-RL überflüssig werden, da eine doppelte Regulierung (als AIF-Verwalter und als Finanzdienstleistungsinstitut) nicht gerechtfertigt oder sinnvoll erscheint. Auch mit Blick auf andere in Betracht kommende Tatbestände erlaubnispflichtiger Finanzdienstleistungen²⁷ wäre es sinnvoll, in den Ausnahmekatalog des § 2 Abs. 6 KWG, entsprechend wie für KAGs, einen Ausnahmetatbestand für AIF-Verwalter aufzunehmen.

2. Verhaltensregeln und operative Anforderungen

a) Unbestimmte Rechtsbegriffe

Die AIFM-RL und das InvG verwenden unterschiedliche unbestimmte Rechtsbegriffe zur Bestimmung der allgemeinen Verhaltenspflichten.

Der AIFM ist gemäß Art. 9 Abs. 1 AIFM-RL verpflichtet, seiner Tätigkeit ehrlich nachzugehen sowie seine Anleger fair und gleich zu behandeln.

Die KAG hat gemäß § 9 Abs. 1 InvG die inländischen Investmentvermögen mit der Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger zu verwalten.²⁸

Für OGAW-KAGs werden diese Anforderungen und die überkommenen Auslegungen unberührt bleiben.

Die Anwendung der unbestimmten Rechtsbegriffe aus der AIFM-RL dürfte neue Anforderungen an die Compliance-Regelungen von AIF-KAGs stellen und schon wegen der fehlenden Auslegung durch die Rechtsprechung Haftungsrisiken auslösen.

Es fragt sich allerdings, ob es für AIFM zu einer Kumulierung dieser Anforderungen kommen muss, zumal nicht offensichtlich zu sein scheint, dass die Verhaltenspflichten nach dem InvG zwingend einen höheren Anlegerschutz gewährleisten. Auch hier ist wieder an die Wettbewerbssituation zu denken, die sich durch das Passporting von AIF für den Vertrieb in Deutschland an professionelle Investoren ergibt. Soweit Deutschland höhere Anforderungen als die AIFM-RL oder auch nur unklare, kaum gegeneinander abgrenzbare Anforderungen stellt, erschwert sie den Wettbewerb für deutsche AIF gegen andere AIF, soweit es den Vertrieb an professionelle Investoren angeht.

b) Konkrete operative Anforderungen

Die konkreten operativen Anforderungen an einen AIFM bestehen im Wesentlichen aus vier Säulen: Regelungen zum Vergütungssystem, Interessenkonflikten, Risikomanagement und Liquiditätsmanagement. Wenngleich die in der AIFM-RL vorgesehenen konkreten Anforderungen mit den Anforderungen des InvG vergleichbar sind,²⁹ so sind doch die Anforderungen der AIFM-RL im Vergleich zu den Vorgaben des InvG im Detail strenger.

Besonders bemerkenswert sind die Regelungen zu den Vergütungssystemen. Der AIFM muss unter Beachtung von Anhang II AIFM-RL Vergütungsgrundsätze für bestimmte Mitarbeiter festlegen, die geeignet sind, ein solides und wirksames Risikomanagement zu fördern.³⁰

Die Bestimmungen des Anhangs II AIFM-RL bestehen zu einem wesentlichen Teil aus der Formulierung von Zielen und Werten, allerdings auch aus konkreten Anforderungen an die zeitliche und quantitative Gestaltung von Bonussystemen einschließlich der Anforderung, dass mindestens 50 % der variablen Vergütung aus Anteilen an dem von dem AIFM verwalteten AIF bestehen muss.³¹ Dagegen hat die KAG in den Vertragsbedingungen lediglich anzugeben, nach welcher Methode, in welcher Höhe und aufgrund welcher Berechnung die Vergütung und Aufwendungserstattungen aus dem Sondervermögen an sie zu leisten sind.³² Eine materielle Regelung hinsichtlich des Inhalts der Vergütungsvereinbarung existiert nicht.

Die Regelungen dürften insbesondere für AIF-Verwalter, die geschlossene Fonds verwalten, einiges Umdenken erfordern, zumal die Vergütungssysteme (Carried Interest, Promote) bisher überwiegend als eine rein interne Angelegenheit angesehen wurden.

Für KAGs wurden die Bestimmungen zum Risiko- und Liquiditätsmanagement gerade in jüngster Zeit durch das InvMaRisk-Rundschreiben der BaFin (InvMaRisk-Rundschreiben)³³ konkretisiert und verschärft. Auch hier hat die Phase der Klärung von wesentlichen Auslegungsfragen erst begonnen. Es ist entscheidend, dass diese Entwicklung mit den Level II-Maßnahmen zur AIFM-RL und den nationalen Umsetzungsgesetzen harmonisiert wird, um eine unnötige Zersplitterung der Konzepte zum Risiko- und Liquiditätsmanagement zu verhindern.

Auch die AIF-Verwalter werden aller Wahrscheinlichkeit nach diesem, dann AIFM-RL getrieben, InvMaRisk-Rundschreiben unterliegen.

3. Organisatorische Anforderungen

a) Allgemeine Grundsätze

Die in der AIFM-RL vorgesehenen allgemeinen Organisationspflichten finden eine recht weitgehende Entsprechung im InvG. Es sind jedenfalls keine grundsätzlich abweichenden Anforderungen erkennbar. Der AIFM muss gemäß Art. 15 Abs. 1 AIFM-RL für die ordnungsgemäße Verwaltung der AIF jederzeit angemessene und geeignete personelle und technische Ressourcen einsetzen und insbesondere über eine ordnungsgemäße Verwaltung und Buchhaltung, Kontroll- und Sicherheitsvorkehrungen in Bezug auf die elektronische Datenverarbeitung sowie über interne Kontrollverfahren verfügen, zu denen insbesondere Regeln für persönliche Geschäfte seiner Angestellten gehören. Dies entspricht im Wesentlichen den Grundsätzen der Anforderungen für KAGs gemäß § 9a S. 2 Nr. 2, 4 und 6 InvG.

b) Bewertung

Die Frage der Bewertung im Rahmen der AIFM-RL war lange diskutiert, zumal es bei geschlossenen Fonds, bei denen kein Ausgäbe-

26 RegE-FinAnlVerm- u. VermAnlG, Art. 4, S. 27.

27 Siehe Ziff. II.1.b).

28 Zur Haftung des Fondsmanagements siehe Weiser/Gallegos/Merkel, Haftung des Fondsmanagements, in: Schumacher/Pfeffer/Bäumer, Praxishandbuch Immobilien-Fondsmanagement und -Investment, 2011, S. 341 ff.

29 Wallach, RdF 2011, 80, 82.

30 Art. 19a Abs. 1 AIFM-RL.

31 Anhang II, Ziff. 1.m) AIFM-RL.

32 § 41 Abs. 1 S. 1 InvG.

33 BaFin-Rundschreiben 5/2010 (WA) vom 30.6.2010 zu den Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften – InvMaRisk.

oder Rücknahmepreis auf der Grundlage einer Bewertung ermittelt werden muss, fragwürdig ist, ob eine Bewertung maßgeblich zur Transparenz und Kontrolle der AIFM beitragen kann. Dieses Problem verschärft sich noch bei der Bewertung illiquider Vermögensgegenstände, bei denen eine Bewertung auch trügerische Signale senden kann.

Der AIFM hat gemäß Art. 16 AIFM-RL geeignete und schlüssige Verfahren festzulegen, um eine ordnungsgemäße und unabhängige Bewertung der Vermögenswerte des AIF mindestens einmal im Jahr vornehmen zu können. Handelt es sich bei dem AIF um einen offenen AIF, so sind Bewertungen und Berechnungen gemäß Art. 16 Abs. 3 AIFM-RL mit einer Häufigkeit durchzuführen, die im Hinblick auf die von dem Fonds gehaltenen Vermögenswerte und seiner Ausgabe- und Rücknahmehäufigkeit angemessen ist; handelt es sich um einen geschlossenen AIF, sind zusätzlich Bewertungen und Berechnungen durchzuführen, wenn sich das Kapital des AIF verändert.

Im Rahmen des InvG ist gemäß § 36 Abs. 1 S. 2 InvG der Wert des Sondervermögens von der Depotbank unter Mitwirkung der KAG oder von der KAG selbst (außer bei Spezialfonds³⁴) börsentäglich zu ermitteln.³⁵ § 36 Abs. 1 InvG sieht detaillierte Regeln für die Ermittlung des Anteilswertes vor. Zuständig ist also im Rahmen des InvG die Depotbank.

Nach der AIFM-RL kann die Bewertung gemäß Art. 16 Abs. 4 AIFM-RL durch einen externen Bewerter durchgeführt werden, sofern dieser unabhängig ist. Alternativ kann der AIFM selbst die Bewertung durchführen, vorausgesetzt, die Bewertung ist von der Portfolioverwaltung und der Vergütungspolitik funktional unabhängig und die zuständigen Mitarbeiter sind frei von unzulässigen Einflüssen. Auch die Verwahrstelle kann als externer Bewerter bestellt werden, wenn die Verwahrung und Bewertung funktional und hierarchisch getrennt sind. Unabhängig davon, ob die Bewertung durch einen externen Bewerter oder den AIFM selbst durchgeführt wird, liegt die Verantwortung für die ordnungsgemäße Bewertung der Vermögenswerte des AIF sowie für die Berechnung und Bekanntgabe des Nettoinventarwerts gemäß Art. 16 Abs. 10 AIFM-RL bei dem AIFM.

Die unterschiedlichen Zuständigkeiten bedeuten einen erheblichen organisatorischen Aufwand für KAGs, die sowohl OGAW als auch Nicht-OGAW verwalten, weil zwei unterschiedliche Systeme innerhalb einer Organisation gefahren werden müssen.

Für die Bewertung der Vermögensgegenstände von Immobilien-Sondervermögen ist gemäß § 77 Abs. 1 S. 2 InvG der Sachverständigenausschuss zuständig. Seit Inkrafttreten des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes³⁶ gelten für Immobilien-Sondervermögen neue Bewertungsvorschriften. Insbesondere wird der Bewertungsturnus nach § 79 Abs. 1 S. 10 InvG n.F. auf den Zeitraum, der dem Abstand zwischen zwei Rücknahmetermenen entspricht, mindestens aber auf drei Monate verkürzt.

Derzeit ist die Regelungsdichte des InvG bezüglich der Bewertungsvorschriften wesentlich dichter als die der AIFM-RL. Dies mag sich mit dem Erlass von Level II-Maßnahmen gemäß Art. 16 Abs. 11 AIFM-RL ändern. Allerdings ist nicht zu erwarten, dass sich diese an den deutschen Vorschriften des InvG orientieren werden. Neben gesonderten Verfahren für OGAW und AIF drohen auch gesonderte Bewertungsverfahren für AIF und andere Fondstypen nach dem InvG wie den Immobilienfonds, es sei denn, für den Vertrieb an professionelle Investoren wird auch im Rahmen des InvG allein auf die Bestimmungen der AIFM-RL abgestellt.

4. Verwahrstelle

Die Einrichtung einer Verwahrstelle gemäß Art. 18a Abs. 1 AIFM-RL ist für alle deutschen Fonds außerhalb des InvG ein völlig neues Konzept, nicht jedoch für Fonds nach dem InvG. Vielmehr sieht das InvG im Vergleich zu den Vorgaben der AIFM-RL deutlich höhere Anforderungen hinsichtlich der Verwahrstelle vor.

Als Verwahrstelle kommen gemäß Art. 18a Abs. 3 AIFM-RL Kreditinstitute mit Sitz in der EU, Wertpapierfirmen mit Sitz in der EU und bestimmte andere Einrichtungen in Frage, die einer Aufsicht und ständigen Überwachung unterliegen und als zulässige OGAW-Verwahrstelle qualifizieren.

Zudem können die Mitgliedstaaten nach Erwägungsgrund (15c) AIFM-RL und Art. 18a Abs. 3 AIFM-RL bestimmte andere Stellen, wie etwa Notare, Rechtsanwälte und Registerstellen, als Verwahrstelle für geschlossene Fonds, die nicht in verwahrpflichtige Vermögenswerte investieren, zulassen.

Hauptaufgabe der Verwahrstelle ist die Verwahrung der Vermögenswerte des AIF. Des Weiteren hat sie gemäß Art. 18a Abs. 8 AIFM-RL insbesondere die Ordnungsmäßigkeit des Verkaufs, der Ausgabe, des Rückerwerbs und der Rücknahme von Anteilen des AIF sowie die Berechnung des Wertes der Anteile des AIF sicherzustellen.

Demgegenüber hat eine KAG gemäß § 20 Abs. 1, 6 InvG ein Kreditinstitut als Depotbank zu beauftragen, das ein haftendes Eigenkapital von mindestens Euro 5 Mio. haben muss. Die Depotbank nimmt gemäß §§ 20 ff. InvG die technische Abwicklung, die Verwahrung des Sondervermögens sowie verschiedene Kontrollfunktionen wahr.³⁷

Die AIFM-RL würde es nicht verbieten, in Deutschland auch für AIF (sowohl innerhalb, wie außerhalb des InvG) ein Kreditinstitut als Verwahrstelle vorzusehen. Allerdings ist nicht zu erwarten, dass die anderen Mitgliedstaaten der EU ähnlich strenge Anforderungen an die Verwahrstelle erheben. Um einen Wettbewerbsnachteil zu vermeiden, müsste auch an dieser Stelle ein zweigleisiges System gefahren werden, wenn nicht die Vorschriften im InvG, soweit sie den Vertrieb an professionelle Investoren betreffen, auf die Anforderungen der AIFM-RL herabgesetzt werden.

5. Transparenzanforderungen

Die Transparenzanforderungen stellen einen weiteren Regelungsbereich der AIFM-RL dar, der deutlich höhere Anforderungen stellt als das InvG.

Ein AIFM hat gemäß Art. 19 AIFM-RL für jeden von ihm verwalteten EU-AIF und in der EU vertriebenen AIF für jedes Geschäftsjahr einen Jahresbericht vorzulegen. Der Jahresbericht ist den zuständigen Behörden des Herkunftsmitgliedstaats des AIFM, gegebenenfalls den zuständigen Behörden des Herkunftsmitgliedstaats des AIF sowie auf Anfrage den Anlegern zur Verfügung zu stellen.

Des Weiteren hat ein AIFM bestimmte Informationspflichten gegenüber (potenziellen) Anlegern nach Art. 20 AIFM-RL sowie gegenüber den zuständigen Behörden nach Art. 21 AIFM-RL zu erfüllen. Für den Einsatz von Leverage und die Erlangung der Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen und Emittenten gelten besondere Informations- und Mitteilungspflichten, hinsichtlich der Kontrollen-

³⁴ § 95 Abs. 4 S. 1 InvG.

³⁵ Anders bei Immobilien-Sondervermögen gemäß § 79 InvG und bei Infrastruktur-Sondervermögen gemäß § 90d InvG (mindestens monatlich).

³⁶ Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts.

³⁷ BaFin-Rundschreiben 6/2010 (WA) zu den Aufgaben und Pflichten der Depotbank nach den §§ 20 ff. InvG, Ziff. I.

gung nicht nur gegenüber den zuständigen Behörden sondern auch gegenüber dem betreffenden Unternehmen und seinen Anteilseignern. Der Jahresbericht ist auch den Arbeitnehmern des betreffenden Unternehmens zugänglich zu machen. Die zuständigen Behörden sind gemäß Art. 27 Abs. 1 AIFM-RL von dem Anteil der an dem Unternehmen gehaltenen Stimmrechte in Kenntnis zu setzen, wenn der AIFM die Schwellenwerte von 10, 20, 30, 50 und 75 % erreicht, überschreitet oder unterschreitet.

Dagegen hat gemäß § 45 InvG die KAG lediglich den Jahres-, Halbjahres- und Auflösungsbericht bekannt und dem Publikum zugänglich zu machen. Die Berichte sind bei der BaFin einzureichen.

Die Anforderungen der AIFM-RL können ohne eine Gefahr der Verzerrung des europäischen Wettbewerbs in deutsches Recht umgesetzt werden.

Es kommen zusätzliche Anforderungen und Kosten nicht nur auf die Fonds außerhalb des InvG, sondern auch auf die InvG-AIF zu.

6. Vertriebsvorschriften

Für den öffentlichen Vertrieb und die Privatplatzierung an professionelle Investoren wird die AIFM-RL zukünftig den Mindeststandard setzen.

Ein zugelassener EU-AIFM darf Anteile an von ihm verwalteten EU-AIF gemäß Art. 31 AIFM-RL in seinem Herkunftsmitgliedstaat sowie gemäß Art. 34 AIFM-RL im Rahmen eines EU-Passes in anderen Mitgliedstaaten an professionelle Anleger vertreiben. Die AIFM-RL unterscheidet, anders als das InvG, nicht zwischen dem öffentlichen Vertrieb und der Privatplatzierung und sieht keine Prospektpflichten vor. Die AIFM-RL verbietet in Art. 31 Abs. 6 AIFM-RL zunächst den Vertrieb an Privatanleger³⁸ (siehe jedoch den nachfolgenden Absatz). Professionelle Anleger im Sinne der AIFM-RL sind gemäß Art. 3 Abs. 1 lit. ah) AIFM-RL als professionelle Kunden im Sinne von Anhang II der MiFID³⁹ definiert.

Die Mitgliedstaaten können AIFM gemäß Art. 35j Abs. 1 AIFM-RL gestatten, in ihrem Hoheitsgebiet Anteile an von ihnen verwalteten AIF auch an Privatanleger zu vertreiben, wobei sie hierfür strengere Auflagen als für den Vertrieb an professionelle Anleger vorsehen können.

Das InvG regelt den öffentlichen Vertrieb von Anteilen an einem Sondervermögen und unterscheidet dabei nicht zwischen professionellen und Privatanlegern.

Das KWG findet nach gegenwärtiger Rechtslage auf den Vertrieb von Fondsanteilen keine Anwendung, wenn der Vertrieb durch den Fonds selbst erfolgt. Erfolgt der Vertrieb hingegen durch einen Dritten, so kann die Vertriebstätigkeit als erlaubnispflichtige Finanzdienstleistung für den Fonds im Sinne von § 1 Abs. 1a KWG qualifizieren. Dies würde künftig auch für den Vertrieb von Fondsanteilen durch den Fonds selbst gelten, wenn der Begriff des Finanzinstruments wie geplant im Rahmen des RegE-FinAnlVerm- u. VermAnlG um Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 VermAnlG erweitert werden würde.

Derzeit muss der Anbieter von Anteilen an geschlossenen Fonds gemäß § 8f Abs. 1 VerkProspG grundsätzlich einen Verkaufsprospekt veröffentlichen, wenn nicht eine Ausnahme nach § 8f Abs. 2 VerkProspG besteht, wie etwa für Angebote von nicht mehr als 20 Anteilen, Angebote, bei denen der Preis je Anteil mindestens Euro 200000 beträgt oder Angebote ausschließlich an institutionelle Investoren.

Nach dem RegE-FinAnlVerm- u. VermAnlG soll das VerkProspG durch ein VermAnlG ersetzt werden, das entsprechende Regelungen

und Ausnahmetatbestände zur Prospektpflicht enthalten soll. Freie Vermittler sollen von der Einstufung als Finanzdienstleistungsinstitute ausgenommen werden und benötigen eine Erlaubnis nach der Gewerbeordnung.⁴⁰

Dazu die nachfolgende Übersicht:

	InvG	AIFM-RL	Grauer Kapitalmarkt
Erfasste Vertriebsformen	Öffentlicher Vertrieb (außer bei Hedgefonds, bei denen auch die Privatplatzierung geregelt/verboten ist).	Öffentlicher Vertrieb und Privatplatzierung.	Jeder Vertrieb, soweit es sich um eine Finanzdienstleistung nach KWG und außerhalb des VermAnlG handelt. Öffentlicher Vertrieb im Rahmen des VermAnlG.
Unterscheidung zwischen professionellen und Privatanlegern	Nein, außer bei Spezialfonds, erwerbbar für nicht natürliche Personen, und bei der Definition von öffentlichem Vertrieb für bestimmte institutionelle Investoren, § 1 Abs. 11 Nr. 1 InvG.	Verbot des Vertriebs an Privatanleger vorbehaltlich strengerer Anforderungen.	Nein, außer bei den konkreten materiellen Anforderungen des WpHG.
Prospektpflicht	Ja.	Nein.	Ggf. nach VerkProspG bzw. VermAnlG.

Inwieweit der deutsche Gesetzgeber für professionelle Anleger zusätzliche Vertriebsvorschriften festlegen will, bleibt abzuwarten. Es ist damit zu rechnen, dass eine wie auch immer gestaltete Prospektpflicht erhalten bleibt, weil diese bei den europäischen regulierten Fondsvehikeln ein gemeinsames Kennzeichen darstellt.

7. Drittländerregelung

Die AIFM-RL unterscheidet im Rahmen der Gewährung eines EU-Passes zwischen der Verwaltung und dem Vertrieb von AIF.

Um den Anwendungsbereich der AIFM-RL zu eröffnen, muss entweder der AIFM oder der betreffende AIF seinen Sitz in der EU haben oder aber der AIF in der EU vertrieben werden. Besteht ein Drittlandbezug, so finden die speziellen Vorschriften von Kapitel VII der AIFM-RL Anwendung.

Nach diesen Vorschriften darf insbesondere der europaweite Vertrieb von

- Nicht-EU-AIF, die von einem EU-AIFM verwaltet werden,
- EU-AIF, die von einem Nicht-EU-AIFM verwaltet werden, sowie
- Nicht-EU-AIF, die von einem Nicht-EU-AIFM verwaltet werden, nur im Rahmen eines EU-Passes erfolgen. Gemäß Art. 54a Abs. 1 AIFM-RL werden die Regelungen betreffend den EU-Pass vier Jahre nach Inkrafttreten der AIFM-RL (also im Jahr 2015) eingeführt.

Während einer Übergangsphase ist der Vertrieb von AIF in bestimmten Fällen auch ohne EU-Pass im Rahmen nationaler Privatplatzierungsregeln erlaubt. Gemäß Art. 35c Abs. 1 AIFM-RL können die Mitgliedstaaten einem EU-AIFM den ausschließlich in ihrem Gebiet erfolgenden Vertrieb von Anteilen an von ihm verwalteten Nicht-EU-AIF an professionelle Anleger gestatten. Ferner können die Mitglied-

³⁸ Nicht-professionelle Investoren (*retail investors*) i.S.d. AIFM-RL werden im Folgenden in Anlehnung an § 31a Abs. 3 WpHG („Privatkunden“) Privatanleger genannt, obwohl hierzu auch Gesellschaften zählen können.

³⁹ Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21.4.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (MiFID).

⁴⁰ § 34f GewO in der Fassung des RegE-FinAnlVerm- u. VermAnlG.

staaten gemäß Art. 35i Abs. 1 AIFM-RL einem Nicht-EU-AIFM gestatten, Anteile der von ihm verwalteten AIF an professionelle Anleger in ihrem Hoheitsgebiet zu vertreiben (Bestandsschutz für Privatplatzierungen). Diese nationalen Privatplatzierungsregeln können sieben Jahre nach Inkrafttreten der AIFM-RL (also 2018) außer Kraft gesetzt werden, sofern hinsichtlich des Anlegerschutzes, Marktunterbrechungen, des Wettbewerbs und der Überwachung von Systemrisiken keine erheblichen Hindernisse vorliegen.

AIFM können voraussichtlich bis einschließlich 2018 AIF in einzelnen Mitgliedstaaten im Rahmen geltender nationaler Privatplatzierungsregeln vertreiben.⁴¹

Der EU-Pass für die europaweite Verwaltung von AIF besteht unter bestimmten Voraussetzungen in den folgenden Konstellationen:

- EU-AIFM verwalten einen Nicht-EU-AIF,⁴²
- Nicht-EU-AIFM verwalten einen EU-AIF in seinem Referenzmitgliedstaat,⁴³
- Nicht-EU-AIFM verwalten einen EU-AIF in einem anderen Mitgliedstaat als seinem Referenzmitgliedstaat.⁴⁴

Das InvG sieht keinen EU-Pass für den europaweiten Vertrieb von Fonds vor, die keine OGAW sind. Der öffentliche Vertrieb von ausländischen Investmentanteilen, die keine OGAW sind, wird in den §§ 135 ff. InvG geregelt. Hier wird eine Vergleichbarkeit der ausländischen Investmentanteile mit deutschen Investmentfonds vorausgesetzt. Diese Vergleichbarkeitsprüfung ist streng⁴⁵ und schließt praktisch alle Fonds vom öffentlichen Vertrieb in Deutschland aus, die nicht eigens dazu konzipiert worden sind.

Die Vorschriften des InvG über Verwaltungsgesellschaften mit Sitz in einem anderen EU- oder EWR-Mitgliedstaat (Gründung einer Zweigniederlassung im Inland, grenzüberschreitende Dienstleistungen) können gemäß § 14 S. 1 InvG durch Rechtsverordnung auf Verwaltungsgesellschaften mit Sitz in einem Drittstaat erweitert werden; eine entsprechende Rechtsverordnung wurde aber bisher nicht dem Bundesministerium der Finanzen erlassen.⁴⁶

Die EU-Pass-Regelungen müssen in das deutsche Recht aufgenommen werden. Das InvG wäre dazu ein geeigneter Ort, zumal dort auch die Passporting-Vorschriften für OGAW verortet sind bzw. sein werden,⁴⁷ die enger verwandt sind mit den Bestimmungen der AIFM-RL als die MiFID Passporting-Regelungen⁴⁸ für Finanzdienstleister.

Die Vergleichbarkeitsprüfung für die Zulassung zum öffentlichen Vertrieb an professionelle Investoren in Deutschland wird in Umsetzung der AIFM-RL entfallen.

8. Regulierung der Investitionstätigkeit

Der augenfälligste Unterschied zwischen den Regulierungsansätzen besteht auf der Ebene der Regulierung der Investitionstätigkeit der Fonds.

Das InvG verfolgt einen umfassenden Regulierungsansatz, indem es in § 2 Abs. 4 InvG die erwerbbaaren Vermögensgegenstände abschließend auflistet.⁴⁹ Daneben sieht das InvG einzelne Fondsklassen vor, in denen die zulässigen Vermögensgegenstände unterschiedlich zusammengesetzt werden können und bestimmte Anlagegrenzen gelten. Außer bei den Hedgefonds (§ 112 InvG) ist der Einsatz von Fremdkapital begrenzt. Schließlich sieht § 2 Abs. 2 InvG ein zwingendes Rückgaberecht für Fonds nach dem InvG vor, was einen erheblichen Einfluss auf die Anlagepolitik und das Liquiditätsmanagement hat. Komplementär zu den Vorschriften des InvG gelten die Bestimmungen des Investmentsteuergesetzes (InvStG) für Einkünfte aus inländischen

und ausländischen Investmentvermögen. Erreicht wird bei Erfüllung der geforderten Berichtspflichten im Ergebnis eine weitgehende steuerliche Transparenz.

Die vorstehend bereits beschriebenen besonderen Anlagevehikel nach dem UBGG und dem WKBG stellen ebenfalls besondere auf Private Equity- und Venture Capital-Fonds zugeschnittene Anlagebeschränkungen auf. Mit den Fonds nach dem InvG haben sie gemein, dass sie einen besonderen Steuerstatus genießen.

Die AIFM-RL setzt demgegenüber nur an drei Stellen selektiv zur Regulierung der Investitionstätigkeit an:⁵⁰

- Zur Vermeidung von systemischen Risiken im Finanzsystem und des Risikos von Marktstörungen können die zuständigen Behörden AIFM Beschränkungen hinsichtlich des Einsatzes von Leverage auferlegen.
- Bei Erlangung der Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen und Emittenten muss neben den bereits erwähnten Informations- und Mitteilungspflichten das Verbot des Asset Stripping beachtet werden.
- Hinsichtlich Anlagen in Verbriefungspositionen wird die Kommission gemäß Art. 13 AIFM-RL Vorschriften mittels delegierter Rechtsakte zu den Anforderungen erlassen, die Originatoren, Sponsoren und ursprüngliche Kreditgeber erfüllen müssen, damit ein AIFM im Namen von AIF in Verbriefungspositionen, die nach dem 1.1.2011 emittiert werden, investieren darf.

Besondere steuerliche Vorschriften sind mit dem Status als AIF oder AIFM nicht verknüpft. Das Gleiche gilt für den grauen Kapitalmarkt, auch soweit er dem KWG unterfallen würde.

Dazu die nachstehende Übersicht:

Deutsche Vehikel mit besonderem Steuerstatus		AIF nach AIFM-RL	Grauer Kapitalmarkt
Fonds nach dem InvG	Fonds nach dem UBGG und WKBG		
Hohe Regulierung von zulässigen Vermögensgegenständen, Einsatz von Fremdkapital und Risikodiversifizierung	Hohe Regulierung von zulässigen Vermögensgegenständen und Risikodiversifizierung mit besonderem Zuschnitt auf Private Equity und Venture Capital.	Selektive Regulierung von: <ul style="list-style-type: none"> – Einsatz von Fremdkapital, – Erwerb wesentlicher Beteiligungen, – Anforderungen an Verbriefungsvehikel. 	Keine Regulierung der Investitionstätigkeit.

Bei der AIFM-RL ist freilich zu beachten, dass eine Umsetzung in nationales Recht aussteht und es deshalb noch gar nicht sicher ist, welchen Steuerstatus die AIF haben werden. Da die nationalen Vorschriften den (auch öffentlichen) Vertrieb von AIF aus anderen Mitglied-

⁴¹ Art. 54b Abs. 1 AIFM-RL.

⁴² Art. 35 AIFM-RL.

⁴³ Art. 35d AIFM-RL.

⁴⁴ Art. 35h AIFM-RL.

⁴⁵ § 2 Abs. 11 InvG; Köndgen, in: Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, 2010, § 2 Rn. 68 ff.; Beckmann, in: Beckmann/Scholtz/Vollmer, Investmentrecht, Stand 9/09, § 2 Rn. 283 ff.; Baur, in: Assmann/Schütze, Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007, § 20 Rn. 360 ff.

⁴⁶ Beckmann, in: Beckmann/Scholtz/Vollmer, Investmentrecht, Stand 1/09, § 14 Rn. 6, 7; Blankenheim, in: Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, 2010, § 14 Rn. 3.

⁴⁷ Die OGAW-IV-RL ermöglicht im Rahmen eines EU-Passes die Verwaltung von in einem Mitgliedstaat aufgelegten und zugelassenen OGAW in allen Mitgliedstaaten durch eine OGAW-Verwaltungsgesellschaft, ohne dass dort Niederlassungen unterhalten werden; siehe § 12a InvG in der Fassung des OGAW-IV-UmsG.

⁴⁸ Siehe Passporting-Vorschriften für Einlagenkreditinstitute und Wertpapierhandelsunternehmen in § 53c KWG.

⁴⁹ Köndgen, in: Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, 2010, § 2 Rn. 9.

⁵⁰ Gemäß Erwägungsgrund (8) AIFM-RL wäre es unverhältnismäßig, die Portfoliostruktur oder -zusammensetzung der von AIFM verwalteten AIF auf EU-Ebene zu regeln und angesichts der unterschiedlichen Arten von AIF schwierig, eine umfassende Harmonisierung zu erreichen.

staaten an professionelle Investoren zulassen müssen,⁵¹ ist damit zu rechnen, dass in Deutschland Fonds an professionelle Investoren angeboten werden, die nach dem Recht des Herkunftsstaates sowohl einen steuertransparenten Status genießen, als auch im Wesentlichen lediglich den Mindestanforderungen der AIFM-RL unterliegen („*race to the bottom*“). Die Abschirmwirkung für den öffentlichen Vertrieb ausländischer Fonds, die das InvG bis zu einem gewissen Grad erreicht hat, wird aufgehoben werden müssen. Vor diesem Hintergrund bietet es sich an, die Fondskategorien und Anlagebeschränkungen des InvG zukünftig nur für den Vertrieb an Privatanleger aufrechtzuerhalten und AIF in den Anwendungsbereich des InvStG mit den gebotenen Anpassungen mit einzubeziehen.

III. Fazit

Folgende Leitlinien für eine Umsetzung der AIFM-Richtlinie lassen sich vertreten:

1. Die Regulierung von AIF-Verwaltern sollte in das InvG integriert werden, um kein zusätzliches Regelwerk zu OGAW-KAGs und AIF-KAGs zu schaffen.
2. Dazu müssten geschlossene AIF sowie AIF, die keinen Anlagebeschränkungen unterliegen, in den Anwendungsbereich des InvG aufgenommen werden.
3. Es ist zweifelhaft, ob die gegenwärtigen zwingenden Anlagebeschränkungen für Spezialfonds tatsächlich einen höheren Anlegererschutz bieten und es etwa für Investoren, die selbst reguliert sind,⁵² rechtfertigen, der deutschen Fondsbranche einen Wettbewerbsnachteil im „*race to the bottom*“ aufzuerlegen. Denkbar wäre es dennoch, den Spezialfonds in der jetzigen Gestalt zu erhalten und daneben den im Hinblick auf die Anlagepolitik unbeschränkten AIF für professionelle Investoren zuzulassen.
4. Der Begriff „öffentlicher Vertrieb“ in § 2 Abs. 11 InvG dürfte erheblich werden. Es sollte genügen, nur zwischen Vertrieb an professionelle und Privatanleger zu unterscheiden. Für den Vertrieb an Privatanleger können die Beschränkungen auf Fondstypen die von

der AIFM-RL geforderten höheren Anforderungen für den Vertrieb von AIF an Privatanlegern darstellen.

5. Fraglich ist, ob für den Vertrieb an Privatanleger auch auf Ebene des AIFM, also in Bezug auf Zulassung, Organisation und Verhaltenspflichten höhere Anforderungen zu stellen wären. Ein solches regulatorisches „*race to the top*“ führt im Hinblick auf den Vertrieb an Privatanleger zu einer Abschottung des deutschen Fondsmarkts. Auch in Bezug auf diesen Punkt scheint es sinnvoll, zu überlegen, ob es nicht ausreicht, es bei jeweils einem Regelwerk für OGAW-KAGs sowie für AIF-KAGs zu belassen und nicht ein weiteres, drittes Regelwerk für AIF-KAGs zu schaffen, die auch an Privatanleger vertreiben dürfen.

// Autoren

Dr. Benedikt Weiser, LL.M. (Eur.), berät umfassend auf dem Gebiet des Investmentmanagements, einschließlich regulierte und unregulierte Fonds, Private Equity, Gesellschaftsrecht und M&A. Ein Schwerpunkt liegt auf der Beratung von Investoren sowie von Fondsinitiatoren bei der Strukturierung und Auflage von Fonds (Private Equity, Immobilien, Infrastrukturen, Mezzanine and Hedgefonds) und der damit verbundenen steuerlichen und aufsichtsrechtlichen Themen.



Jin-Hyuk Jang ist Rechtsanwalt in der internationalen Wirtschaftskanzlei Mayer Brown LLP. Er berät nationale und international Mandanten auf dem Gebiet des Asset Managements und des Gesellschaftsrechts. Schwerpunkte seiner Tätigkeit bilden u. a. das Investmentrecht und Versicherungsaufsichtsrecht. Er studierte Rechtswissenschaft in Frankfurt und Mailand.



⁵¹ Siehe Ziff. II.7.

⁵² Siehe beispielsweise die Anforderungen der BaFin (Versicherungsaufsicht) an den Erwerb von Spezialfonds durch deutsche Versicherungsunternehmen, die noch über die Anforderungen des InvG hinausgehen: Entwurf eines Rundschreibens (VA) vom 15.3.2011 – Hinweise zur Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen, Ziff. B.4.12 Abs. 7.

Sebastian Bruchwitz, RA, und Dr. Thorsten Voß, RA

Der Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts

Das „Geschlossene-Fonds-Gesetz“: So ließe sich plakativ ein Kurztitel für das seit dem 6.4.2011 als Regierungsentwurf vorliegende „Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts“ formulieren. Aus dem ursprünglichen Diskussionsentwurf zum Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz vom 3.5.2010 herausgelöst, nimmt das nun neu vorgelegte Artikelgesetz im Wesentlichen eine Regulierung des Produkts und des Vertriebs von Anteilen an geschlossenen Fonds sowie weiterer nicht fungibler Anlageinstrumente vor. Das

parlamentarische Verfahren kann noch vor der Sommerpause stattfinden. Ein Inkrafttreten des Gesetzes wird dann für das 4. Quartal 2011, spätestens zum 1.1.2012 erwartet. Der Anspruch des Gesetzes ist kein geringer, geht es doch um nicht weniger als darum das Vertrauen der Anleger im sog. „Grauen Kapitalmarkt“ zurückzugewinnen und somit den Finanzplatz Deutschland zu stärken. Der Beitrag stellt die wesentlichen Regelungen des Regierungsentwurfs im Überblick vor und geht dabei ausgewählten, besonders diskussionswürdigen Einzelfragen nach.